المعهد العربي للتخطيط بالكويت

Arab Planning Institute - Kuwait

منظمة عربية مستقلة

جسر التنمية

الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية
العدد المائة - فبراير/ شباط 2011 - السنة العاشرة

أهداف «جسر التنمية»

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطاً أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. كذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم وللمساءلة.

وتأتي سلسلة «جسر التنمية» في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط بالكويت على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدم والإزدهار لأمتنا العربية،،،

المدير العام

المحتويات

الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية

إعداد : د. إبراهيم أونور

أولاً : مقدمة

مع تكرار الأزمات المالية خلال العقد الماضي والعقد الأخير من القرن الماضي، والتي من ضمنها الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997 وما تبعها من انهيارات إقتصادية في دول أمريكا اللاتينية وروسيا في عام 1999، ثم أزمة شركات تقنيات المعلومات الأمريكية في عام 2002 وانتهاءاً بالأزمة المالية العالمية في 2008، وضعت العديد من الدول الناشئة في سلم أولويات سياساتها الاقتصادية سلامة الأطر الرقابية والتنظيمية لأسواقها المالية بغية الحفاظ على مكتسباتها التنموية وتقليل الآثار السلبية على أوضاعها الاقتصادية من الانفتاح للإستثمار الأجنبي المباشر.

من المعلوم أن أداء أسواق الأوراق المالية يتأثر بالعوامل التشريعية والمؤسسية، مثل وجود قوانين مكتملة وآليات متابعة لتنفيذ هذه القوانين لإلزام مؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات المنشورة لديها وتحري الدقة في صحتها ومدلولاتها. ولتحقيق هذا الهدف، فقد وُضعت في أدبيات أسواق المال مؤشرات لقياس تطور الأطر المؤسسية في أسواق الأسهم. تتضمن هذه المؤشرات مدى توفر المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم والعوائد بصورة منتظمة وفي مواعيدها في الصحافة المالية المتداولة بين المستثمرين، وتطبيق معايير المحاسبة المعمول بها دولياً، بجانب وجود هيئة رقابية في السوق، وسهولة دخول وخروج الأجانب من السوق.

يتأثر أداء أسواق الأوراق المالية بالعوامل التشريعية والمؤسسية مثل وجود قوانين مكتملة وآليات متابعة لتنفيذ هذه القوانين لإلزام مؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات المنشورة لديها وتحري الدقة في صحتها ومدلولاتها.

إنطلاقاً من هذه الرؤية، يهدف هذا العدد من جسر التنمية إلى استكشاف الأطر التنظيمية ومعايير الشفافية في أسواق الأسهم العربية، بغية تحديد مواضع الضعف والقوى في هذه الأسواق وتحديد إذا ما كانت تحتاج تطويراً لأطرها الرقابية والمؤسسية و لمعرفة أدائها من حيث الكفاءة، حيث أن الكفاءة انعكاس لمعايير الشفافية المتضمنة في أطرها التنظيمية.

يتكون بقية العدد من أربعة أجزاء، في الجزء الثاني يتم تناول الأطر التنظيمية

والمؤسسية، ويركز الجزء الثالث على معايير الشفافية والإفصاح وفي الجزء الأخير من العدد يتم تلخيص النتائج وتقديم بعض التوصيات.

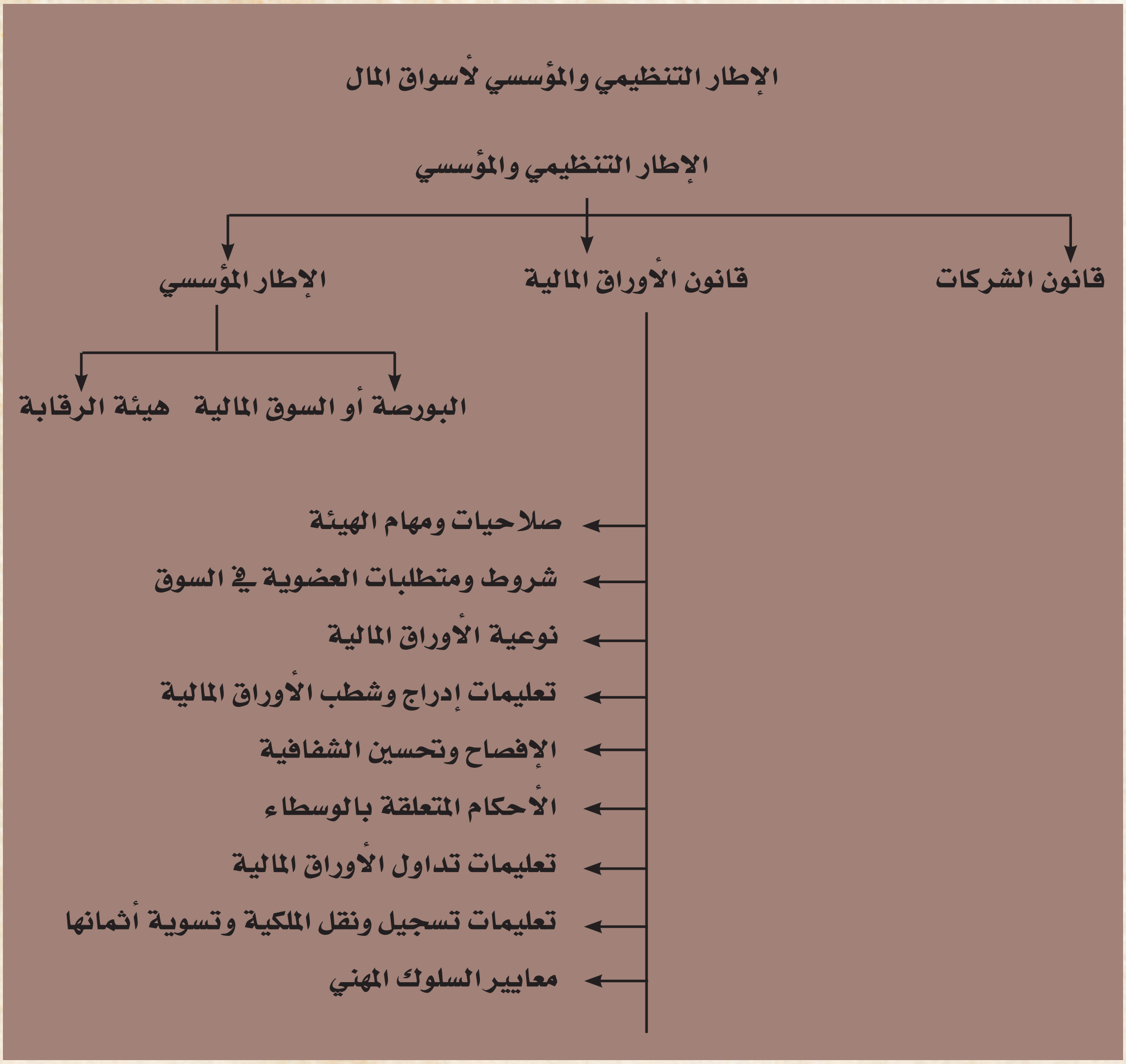
ثانياً: الإطار التنظيمي والمؤسسي

توطئة لمناقشة الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق الأسهم، فإنه ينبغي ملاحظة أن هنالك عدة أشكال قانونية للشركات، منها الشركات العائلية التي تدار بشكل شخصي وهي الأبسط بين أشكال الشركات إذ تتحمل الجهة المالكة مسئولية الديون والضرائب وكذلك تنظيم الحسابات. ومن الأشكال الأخرى للشركات شركات المساهمة المحدودة التي يتحمل فيها شخص أو أشخاص معلومين مسئولية إدارة شئون الشركة ويتمثل دور بقية الأعضاء فقط بالمساهمة في رأسمال الشركة، دون تحمل أي مسئولية عن إدارة الشركة. أما في شركات المساهمة العامة، تحدد الأموال الموظفة في رأسمال الشركة بحيث لا تقل عن حد أدنى معين، ويتم توزيع هذه الأموال بين الأعضاء في شكل أسهم، ولا يتحمل مالكوا الأسهم مسئولية سوى المخاطرة بأموالهم المتمثلة في فقدان قيمة الأسهم في حال إفلاس الشركة.

على أساس هذا الفهم، فإن الأطر التنظيمية لأسواق المال العربية تتضمن قانون الشركات وقانون الأوراق المالية (الشكل القادم). يتناول قانون الشركات الأشكال القانونية لها ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها من العمل وتصفيتها.

من أهم شروط إدراج الشركات في أسواق الأسهم العربية أن تكون شركات مساهمة عامة لأن أهم ما يميز الوضع القانوني لهذا النوع من الشركات استيفاءها لحد أدنى محدد لعدد المساهمين في تأسيس الشركة. الهدف من ذلك هو ضمان توسيع قاعدة المساهمين في ملكية الشركة، وذلك لضمان المتاجرة والتداول في أسهم الشركة بين أكبر عدد من المستثمرين في السوق، الأمر الذي يعزز من تطور السوق ونشاطه. لذلك فإن العديد من الدول العربية تخصص حوافز ضريبية أو حوافز أخرى لتشجيع الشركات الفردية وشركات المساهمة المحدودة للتحول إلى شركات مساهمة عامة.

أما في ما يتعلق بقوانين الأوراق المالية في الأسواق العربية، فيلاحظ أنها تشتمل على أحكام وشروط متطلبات العضوية في البورصة، وأحكام عن إدراج وإلغاء الإدراج للأوراق المالية في البورصة، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام عن تنظيم أنشطة الوسطاء، وأحكام تداول الأوراق المالية، وتعليمات عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، ومتطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام المخالفات والعقوبات. وفي الأسواق التي تنفصل فيها مهام هيئة سوق المال عن إدارة الرقابة للبورصة، يتضمن القانون أيضاً بنود عن صلاحيات



ومهام هيئة سوق المال وإدارة البورصة بحكم أن الهيئة معنية بتنفيذ الإطار التنظيمي والرقابي للبورصة وإدارة البورصة بالإطار الإشرافي والتنفيذي لأحكام نظام السوق ولوائح السوق.

هذا ما كان من أمر الإطار التنظيمي.

أما الإطار المؤسسي، فيتكون من كل من إدارة السوق وهيئة السوق، على النحو التفصيلي التالي:

1. إدارة السوق: يدار سوق المال في معظم الدول العربية من مجلس إدارة يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق، ومن أهم مهام هذا المجلس رفع التوصيات والمقترحات بشأن اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، ويشمل ذلك:
   - شرط إدراج وتداول الأوراق المالية.

- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة المالية، والضمانات المالية المطلوبة، ومعايير السلوك المهني التي تطبق لأعضاء السوق وموظفيهم وأعضاء مجلس الإدارة، والمدير التنفيذي للسوق، والإجراءات والعقوبات التأديبية بحق كل من يخالف هذه المعايير.
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم.
- شروط ومتطلبات عضوية السوق.

وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف الموضحة أعلاه، فإن هناك خمس إدارات أساسية تكون الإطار المؤسسي للسوق، وهي إدارة إيداع الأوراق المالية، وإدارة التراخيص والتفتيش، وإدارة إجراءات الشركات، وإدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة للإشراف والرقابة.

في ما يلي توضيح لمهام كل من هذه الإدارات:

(أ)إدارة إيداع الأوراق المالية: تهتم هذه الإدارة بمتابعة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها. في بعض الأسواق العربية تقوم شركة بهذه المهام.

(ب) إدارة التراخيص والتفتيش: تتولى هذه الإدارة مهام التراخيص والتفتيش ودراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية التي تمارس عملها في السوق وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية، إضافة إلى أنشطة أخرى تصنفها هيئة السوق بأنها من الأنشطة الواجب الترخيص لها قبل مزاولتها، كما تتولى الإدارة التأكد من التزام الجهات المرخص لها بنظام السوق المالية ولوائح الهيئة وقواعدها.

(جـ) إدارة متابعة إجراءات الشركات: تهتم هذه الإدارة بمتابعة إجراءات الشركات في ما يخص طلبات طرح وإدراج أوراق مالية بالبورصة، وتعمل مع مصدري الأوراق المالية ومستشاريهم الماليين لاستكمال المستندات اللازمة للطرح والإدراج والاندماج.

(د) إدارة المتابعة والتنفيذ: من أهم مهام هذه الإدارة تلقي الشكاوي من المتعاملين والمستثمرين في السوق والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة التي تنشأ بين الأطراف المشاركة في تداول الأوراق المالية، كما تهتم هذه الإدارة بمتابعة تنفيذ نظام السوق المالي واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه، والنظر في أي مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام والتعليمات واللوائح واقتراح الغرامات والعقوبات المناسبة على المخالفين في السوق للنظر في تطبيقها من

مجلس هيئة السوق ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

(هـ)إدارة الإشراف والرقابة، وتُعنى بمتابعة عمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق، وتتولى كذلك التأكد من إيفاء الشركات المدرجة بشروط وضوابط الإفصاح المستمر، ومراقبة شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية للمستثمرين.

2. هيئة سوق المال: بموجب بعض الأنظمة في أسواق المال العربية تتولى هذه الهيئة مهام الإشراف على تنظيم وتطوير السوق، وإصدار القواعد واللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية. تعتبر هيئة السوق في الدول العربية جهة حكومية ذات استقلال إداري وترتبط مباشرة بأعلى سلطة في الدولة كمجلس الوزراء. يدير الهيئة مجلس يتكون من أعضاء متفرغين يتم تعيينهم بقرار صادر من أعلى سلطة تنفيذية كرئيس الدولة. ويحظر على

بموجب بعض الأنظمة في أسواق المال العربية تتولى هيئة سوق المال مهام الإشراف على تنظيم وتطوير السوق، إصدار القواعد واللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق.

أعضاء مجلس الهيئة وموظفيها ممارسة أي مهنة أو عمل آخر، بما في ذلك تقلد منصب أو وظيفة في أي شركة، أو في الحكومة أو المؤسسات العامة أو الخاصة، كما يحظر عليهم تقديم المشورة للشركات والمؤسسات الخاصة.

حالياً تشرف هيئات مستقلة إدارياً على كل الأسواق العربية ما عدا أسواق كل من البحرين، وبيروت والخرطوم للأوراق المالية، حيث تقع مسئولية مهام الإشراف والرقابة في هذه الأسواق على إدارة السوق.

ثالثاً: الإفصاح والشفافية

1. المعايير المحلية

على الرغم من أن معايير الشفافية في أسواق المال تعتمد على وجود إطار تنظيمي ورقابي فاعل يغطي كل جوانب المعاملات والمتعاملين في الأسواق بحكم أن معايير الشفافية جزء من القانون أو لوائح تفصيلية من القانون إلا أن كفاءة أسواق المال تعتبر المحصلة النهائية للإطار التطبيقي للقوانين واللوائح الخاصة بالأسواق المالية. تتضمن أهم الآليات لتوفير

الشفافية في أسواق المال عموماً على الآتي:

1. التأكد من فعالية متطلبات الإدراج وشفافيتها وقواعد التداول، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق، بحيث يسهم كل ذلك في كفاءة أداء هذه

الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومة الصحيحة في أوقاتها المناسبة.

2. توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة من خلال مركز لإيداع الأوراق المالية. ويلاحظ في هذا الصدد أنه عادة ما يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء كل لصالح عميله، وتثبت بموجب قيود تدون في سجلات مركز لإيداع الأوراق المالية وفقاً لأحكام نظام السوق.

3. وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم، وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية والكفاءة للسوق.

4. التأكد من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء، واتخاذ الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة المالية.

5. وضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية بخصوص حوكمة الشركات المدرجة في أسواق المال.

6. توفير سبل التداول الالكتروني الذي يستوعب أكبر قدر من المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

2. المعايير الدولية

تُشرف المنظمة الدولية لهيئات سوق المال إيسكو (IOSCO) (وهي منظمة دولية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية) على تطوير مبادىء أساسية تضمن شفافية التعامل في أسواق المال. ومن أهم أهداف هذه المنظمة: التعاون المشترك بين الأعضاء لتحقيق أعلى المستويات

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة.

التنظيمية لتحقيق كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية؛ وتوحيد الجهود لإرساء مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية؛ وتبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل دعم تطور الأسواق المحلية؛ ودعم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق، وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب المعاملات بالأسواق المالية.

وقد أقرت المنظمة مجموعة من المباديء لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة والتي تم وضعها على أساس تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية لحماية المستثمرين وهي: ضمان تحقق العدالة، والكفاءة والشفافية، والتقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية. وتشتمل

الهيئات العربية الأعضاء في منظمة أيسكو حتى أكتوبر 2010 على كل من تلك التي تمثل مصر، والأمارات العربية المتحدة، وسلطنة عمان، والأردن، والبحرين، والمغرب، وتونس والجزائر. وفي إطار سعيها لتطوير معايير الشفافية، تركز منظمة الأيسكو أيضاً على تطوير معايير حوكمة الشركات في الأسواق الأعضاء في المنظمة.

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق مع مراعاة مصالح العمل والعمال والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات وتنظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة. كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

تعتمد معايير حوكمة الشركات في تطبيق جانبها العملي على ركيزتين أساسيتين هي الشفافية والوضوح. ويقصد بالشفافية

تشدد المعايير الدولية لحوكمة الشركات على الالتزام بالحوكمة الرشيدة، وهيكلة ومهام مجلس الإدارة، وبيئة وإجراءات الرقابة والشفافية والإفصاح، وأسلوب التعامل مع مالكي حصص الأقلية.

الإفصاح المطلق عن مجموعة من الحقائق. وفي هذا الإطار، قامت منظمة الشفافية العالمية بوضع عناصر أساسية لمفهوم الشفافية من ضمنها سهولة الحصول على المعلومة وتحمل المسئولية في الإفصاح عن الحقائق. أما مفهوم الوضوح، فيعني إيضاح الحقائق وجميع مدلولاتها بإبراز المعلومات المتعلقة بأداء الشركات كما وردت في مختلف الوثائق الرسمية والإيضاح الكامل لتلك المعلومات.

تشدد المعايير الدولية لحوكمة الشركات على الالتزام بالحوكمة الرشيدة، وهيكلة ومهام مجلس الإدارة، وبيئة وإجراءات الرقابة والشفافية والإفصاح، وأسلوب التعامل مع مالكي حصص الأقلية. والأمر لا يقتصر فقط على الشركات المدرجة، بل على إدارة سوق الأوراق المالية من خلال إيجاد مؤشر لحوكمة الشركات المدرجة في البورصة على أساس مدى تطبيقها لمتطلبات الحوكمة الرشيدة.

وبالنظر إلى حال المؤسسات المالية خاصة البنوك في الدول العربية، فإنه يلاحظ أن معظمها لا يطبق معايير حوكمة الشركات

وبالنظر إلى حال المؤسسات المالية خاصة البنوك في البلدان العربية نجد أن معظمها لا يطبق معايير حوكمة الشركات سواء هيكلياً أو تنظيمياً أو حتى تطبيق مبادىء الشفافية والوضوح.

سواء هيكلياً أو تنظيمياً أو حتى تطبيق مبادىء الشفافية والوضوح. وعند تفحص حال الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، يلاحظ أن التلاعب والفساد القانوني والإداري هما السمة البارزة في أنشطة هذه الشركات. والتحدي الرئيسي أمام الأسواق العربية هو ضرورة التعرف على المعايير العالمية المعتمدة في حوكمة الشركات، بغرض تطوير مجموعة من القواعد والقوانين التي تتكيف وتتواءم مع البيئة التنظيمية والتجارية المحلية.

وبغرض دعم كفاءة وفعالية أسواق الأسهم، في ظل التطورات التقنية الماثلة التي شهدها العالم خصوصاً تلك المتعلقة بمجال الحاسبات الآلية، فقد تم تطوير نظام آلي للتداول في هذه الأسواق. وقد كانت هناك انعكاسات ملموسة على كفاءة أسواق الأسهم وتعزيز الشفافية فيها نتيجة تحويل عمليات التداول والمتاجرة في الأوراق المالية إلى النظام الآلي. فالنظام الآلي هو بمثابة مستودع يستقبل كل طلبات الشراء والبيع للأوراق المالية من شركات الوساطة المالية المسجلة في السوق. وعند تلقي أحد الوسطاء أمر شراء لسهم معين، فإنه يوكل الوسيط أمر الشراء من خلال جهاز الكمبيوتر الخاص به والمرتبط بالنظام الآلي الموجود بالسوق. تتم موازنة أوامر البيع والشراء آلياً وفقاً للشروط المحددة في دفتر الأوامر المتضمنة في النظام الآلي. وعندما تتم موازنة أمر الشراء مع أمر البيع تتم إفادة الوسيط بتنفيذ العملية. لذلك يمكن القول بأن من أهم فوائد هذه الطريقة بأنها تعزز كفاءة الأسواق من حيث الشفافية وسرعة التنفيذ لعمليات البيع والشراء مقارنة بالطرق التقليدية أو اليدوية، لأنه في فترة وجيزة يمكن موازنة سعر البيع، والكمية، ورصد الزمن الذي تمت فيه المتاجرة. كذلك من فوائد النظام الآلي أن السوق يمر عبر عدة مراحل للسماح بإجراء عدة أنشطة منها تحديد سعر الافتتاح للسهم. لذلك فإنه يمكن ملاحظة أربع جلسات تجارية كل جلسة لها أوقات معينة، وهي جلسة قبل الافتتاح، وجلسة الافتتاح، والجلسة المستمرة، وجلسة الإقفال، ويمكن ملاحظة ما يلي حول هذه الجلسات:

1. جلسة ما قبل الافتتاح: أثناء فترة قبل الافتتاح يتقبل النظام الآلي فقط أوامر البيع والشراء، حيث يسمح بتعديل الأوامر أو إلغائها إلا أنه لا يتم تنفيذ أي عملية.
2. جلسة الافتتاح: أثناء فترة الافتتاح يتم احتساب سعر الافتتاح لكل سهم من الأسهم المدرجة في البورصة عن طريق النظام الآلي. كما يجري النظام أيضاً أثناء هذه الجلسة موازنة كميات العرض. يتم تحديد سعر الافتتاح بالنظام الآلي، وذلك

بتحديد النظام لأعلى سعر لأكبر كمية يمكن تنفيذها (أو موازنتها). وعندما يكون هنالك أكثر من سعر واحد تشترك في هذه الكمية يحدد السعر الأعلى كسعر الافتتاح. والطلب بناء على أسعار الافتتاح.

3. الجلسة المستمرة: أثناء الفترة المستمرة يسمح النظام بإجراء عمليات المتاجرة، حيث يمكن للوسيط أن يعدل أمر شراء أو بيع لأحد زبائنه، لكن في هذه الحالة يفقد الزبون أولوية السعر نتيجة للتعديل.

4. جلسة الإقفال: وهي تمثل المرحلة الأخيرة حيث يحتسب النظام في هذه الجلسة سعر الإقفال لكل سهم، وهو آخر سعر تم تنفيذه للسهم المعني. لا يسمح للنظام بإدخال أوامر البيع أو الشراء بعد جلسة الإقفال، ليبدأ في الساعات المحددة له في اليوم التالي.

ويلاحظ أنه في الوقت الحاضر تتم عمليات التداول في الأسواق العربية بالأنظمة الآلية، وذلك باستثناء سوقي الخرطوم والجزائر، حيث يعملان بالطريقة اليدوية.

رابعاً: خاتمة

بالرغم من الاختلاف في درجة تطور الأطر الرقابية والمؤسسية بين أسواق الأسهم العربية، إلا أن نتائج الأبحاث التطبيقية بخصوص قياس مؤشرات الإفصاح والشفافية توضح بأن الأسواق العربية جميعها في حاجة ملحة لتطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، خاصة تلك المتعلقة بحوكمة الشركات بغية تطوير متطلبات الشفافية وتقليل أثر المضاربات وأنشطة المتاجرة الداخلية السائدة في معظم الأسواق العربية.

يصبح التحدي الرئيسي الذي يواجه تطور الأسواق العربية هو ضرورة التعرف على المعايير العالمية المعتمدة بشأن متطلبات الشفافية وحوكمة الشركات خاصة البنوك منها، وذلك بغرض تطوير مجموعة من القواعد والقوانين التي تتكيف وتتواءم مع البيئة التنظيمية والتجارية المحلية.

عموماً يمكن حصر أهم المعوقات التي تقلل من شفافية أسواق الأسهم العربية في الآتي:

- غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة. بالإضافة لغياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها كإحدى وحدات القطاع العام.

- غياب أو ضعف الإطار التشريعي الذي يلزم الشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح بخصوص معلوماتها المنشورة في التقارير المالية.
- عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية بخصوص الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات، وعدم توفر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حيادية واستقلالية.
- ضعف الآليات لإلزام الشركات المدرجة في الأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنتظمة.

المراجع العربية

إبراهيم أحمد أونور (2009)، "خصائص أسواق الأسهم العربية"، جسر التنمية، العدد الثمانون - فبراير 2009، المعهد العربي للتخطيط - الكويت.

أحمد البيطار (يناير 2002)، "المعالجات التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية"، صندوق النقد العربي - أبوظبي.

المراجع الانجليزية

Alexander S. (May 1961) "Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks", Industrial Management Review, 2, pp 7-26.

Baillie R. and McMahon (1999):The Foreign Exchange Market, Theory and Econometric Evidence.Cambridge University Press

Bekaert, G.; and Harvey, C.; (1995) "Time Varying World Market Integration", Journal of Finance, 50, 403-444.

Dicky, D.A; and Fuller W.A; (1981) "Liklihood Ratio Statistics For Autoregressive Time Series With a Unit Root", Econometrica, Vol 49, pp. 1057 1072.

Dicky, D.A; and Fuller W.A; (1979) "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root", Journal of American Statistical Association, 74, 427-431.

DeJong, D.; Nankervis, J.; Savin, N.; and Whiteman, C.; (1992a) "Integration Versus Trend Stationarity in Macroeconomic Time Series", Econometrica, 60, 423-434.

Kwiatkowski, D.; Phillips, P.; Schmidt, P.; and Shin, Y.; (1992) " Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternatives of a Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have a Unit Root?", Journal of Econometrics, 54, 159-178.

Ng, S.; Perron, P.; (1993b), Unit Root Tests in ARMA Models with Data Dependent Methods for The Selection of the Truncation Lag, (Manuscript), C.R.D.E., University of Montreal, Quebec.

Lo, A.W., and Mackinlay A.C.;, (1988b) "Stock Market Prices do not Follow Random Walks: Evidence from Simple Specification Test", Review of Financial Studies, 1:1,pp 41-66

Fama, E., (1965) "The Behavior of Stock Market Prices", Journal of Business, vol., 38, 34-105

Fama E., and Blume M., (1966) “Filter Rules and Stock Market Trading”, Journal of Business 39, pp 226-241

Richard L.Mills (1977): Statistics for Applied Economics and Business. McGraw-Hill.

Phillips, P.(1988) “Trends and Random Walks In MacroeconomicTime Series”, Journal of Economic Dynamics and Control, Vol.12, pp. 297 332.

Phillips, P., (1987), “Time Series Regression With a Unit Root”, Econometrica, Vol 55, pp. 277 301.

Samuelson P., (1998) “Summing up on Business Cycles: Openning Address”, in Jeffrey C., and Scott S., Beyond Shocks: What Causes Business Cycles, Boston: Fedral Reserve Bank of Boston.

Teweles R.; Bradley E.; and Teweles T. (1992):The Stock Market, 6th ed., Westen Wiley.

Whistler, D., White, K., Wong, D., and Bates, D.,: Shazam Software, and Users Reference Manual, Version 10, Northwest Econometrics, Ltd.

قائمة إصدارات ((جسر التنمية))

العنوان	المؤلف	رقم العدد
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الاول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. احمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبدالقادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	أ. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	أ. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الارقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	أ. حسّان خضر	التاسع
جداول المخلات المخرجات	د. أحمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. أحمد الكواز	الحادي عشر
ادارة المشاريع	أ. جمال حامد	الثاني عشر
الإصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
اساليب التنبؤ	أ. جمال حامد	الرابع عشر
الادوات المالية	د. رياض دهال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	أ. حسن الحاج	السادس عشر
الإصلاح المصرفي	د. ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنى التحتية	أ. حسّان خضر	الثامن عشر
الارقام القياسية	أ. صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	أ. جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	أ. صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والعشرون
سياسات أسعار الصرف	د. بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د. محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د. مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	أ. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الاسواق المالية	أ. حسّان خضر	السابع والعشرون
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون
الازمات المالية	د. ناجي التوني	التاسع والعشرون
إدارة الديون الخارجية	د. بلقاسم العباس	الثلاثون
التصحيح الهيكلي	د. بلقاسم العباس	الواحد والثلاثون
نظم البناء والتشغيل والتحويل B.O.T	د. امل البشبيشي	الثاني والثلاثون
الاستثمار الاجنبي المباشر: تعاريف	أ. حسّان خضر	الثالث والثلاثون
محددات الاستثمار الاجنبي المباشر	د. علي عبدالقادر علي	الرابع والثلاثون
نمذجة التوازن العام	د. مصطفى بابكر	الخامس الثلاثون
النظام الجديد للتجارة العالمية	د. أحمد الكواز	السادس الثلاثون
منظمة التجارة العالمية: إنشاؤها وآلية عملها	د. عادل محمد خليل	السابع والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: أهم الاتفاقيات	د. عادل محمد خليل	الثامن والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: آفاق المستقبل	د. عادل محمد خليل	التاسع والثلاثون
النمذجة الإقتصادية الكلية	د. بلقاسم العباس	الاربعون
تقييم المشروعات الصناعية	د. احمد الكواز	الواحد الاربعون
مؤسسات والتنمية	د. عماد الامام	الثاني الإربعون
التقييم البيئي للمشاريع	أ. صالح العصفور	الثالث الإربعون
مؤشرات الجدارة الإئتمانية	د. ناجي التوني	الرابع الاربعون

الدمج المصرفي	أ. حسّان خضر	الخامس الأربعون
اتخاذ القرارات	أ. جمال حامد	السادس الاربعون
الإرتباط والانحدار البسيط	أ. صالح العصفور	السابع الإربعون
ادوات المصرف الإسلامي	أ. حسن الحاج	الثامن الإربعون
البيئة والتجارة والتنافسية	د. مصطفى بابكر	التاسع الاربعون
الاساليب الحديثة لتنمية الصادرات	د. مصطفى بابكر	الخمسون
الاقتصاد القياسي	د. بلقاسم العباس	الواحد والخمسون
التصنيف التجاري	أ. حسّان خضر	الثاني والخمسون
أساليب التفاوض التجاري الدولي	أ. صالح العصفور	الثالث والخمسون
مصفوفة الحسابات الاجتماعية وبعض استخداماتها	د. أحمد الكواز	الرابع والخمسون
منظمة التجارة العالمية: من الدوحة إلى هونج كونج	د. أحمد طلفاح	الخامس والخمسون
تحليل الاداء التنموي	د. علي عبد القادر علي	السادس والخمسون
أسواق النفط العالمية	أ. حسّان خضر	السابع والخمسون
تحليل البطالة	د. بلقاسم العباس	الثامن والخمسون
المحاسبة القومية الخضراء	د. احمد الكواز	التاسع والخمسون
مؤشرات قياس المؤسسات	د. علي عبدالقادر علي	الستون
الإنتاجية وقياسها	د. مصطفى بابكر	الواحد والستون
نوعية المؤسسات والاداء التنموي	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والستون
عجز الموازنة: المشكلات والحلول	د. حسن الحاج	الثالث والستون
تقييم برامج الإصلاح الاقتصادي	د. علي عبد القادر علي	الرابع والستون
حساب فجوة الاهداف الإنمائية للألفية	د. رياض بن جليلي	الخامس والستون
مؤشرات قياس عدم العدالة في توزيع الإنفاق الاستهلاكي	د. علي عبدالقادر علي	السادس والستون
اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات	أ. عادل عبدالعظيم	السابع والستون
اقتصاديات التعليم	د. عدنان وديع	الثامن والستون
إخفاق آلية الاسواق وتدخل الدولة	د. أحمد الكواز	التاسع والستون
مؤشرات قياس الفساد الإداري	د. علي عبدالقادر علي	السبعون
السياسات التنموية	د. احمد الكواز	الواحد والسبعون
تمكين المرأة: المؤشرات والأبعاد التنموية	د. رياض بن جليلي	الثاني والسبعون
التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي	د. احمد الكواز	الثالث والسبعون
قياس التحوّل الهيكلي	أ. ربيع نصر	الرابع والسبعون
المؤشرات المركبة	د. بلقاسم العباس	الخامس والسبعون
التطورات الحديثة في الفكر الاقتصادي التنموي	د. علي عبدالقادر علي	السادس والسبعون
برامج الإصلاح المؤسسي	د. رياض بن جليلي	السابع والسبعون
المساعدات الخارجية من أجل التنمية	د. بلقاسم العباس	الثامن والسبعون
قياس معدلات العائد على التعليم	د. علي عبدالقادر علي	التاسع والسبعون
خصائص أسواق الاسهم العربية	د.إبراهيم أونور	الثمانون
التجارة الخارجية والتكامل الاقتصادي الإقليمي	د.أحمد الكواز	الواحد والثمانون
النمو الاقتصادي المحابي للفقراء	د.علي عبدالقادر علي	الثاني والثمانون
سياسات تطوير القدرة التنافسية	د. رياض بن جليلي	الثالث والثمانون
عرض العمل والسياسات الاقتصادية	د. وشاح رزاق	الرابع والثمانون
دور القطاع التمويلي في التنمية	د. وليد عبد مولاه	الخامس والثمانون
تطور أسواق المال والتنمية	د. إبراهيم أونور	السادس والثمانون
بطالة الشباب	د. وليد عبد مولاه	السابع والثمانون

الاستثمارات البينية العربية	د. بلقاسم العباس	الثامن والثمانون
فعالية أسواق الاسهم العربية	د. إبراهيم إونور	التاسع والثمانون
المسئولية الاجتماعية للشركات	د. حسين الاسرج	التسعون
البنية الجزئية لاسواق الاوراق المالية	د. وليد عبد مولاه	الواحد والتسعون
مناطق التجارة الحرة	د. احمد الكواز	الثاني والتسعون
تنافسية المنشات الصغيرة والمتوسطة: الخصائص والتحديات	د. رياض بن جليلي	الثالث والتسعون
تذبذب أسواق الاوراق المالية	د. إبراهيم اونور	الرابع والتسعون
الإمكانيات التكنولوجية والنمو الاقتصادي	د. محمد ابو السعود	الخامس والتسعون
مؤشرات النظم التعليمية	د. رياض بن جليلي	السادس والتسعون
نماذج الجاذبية لتفسير تدفقات التجارة	د. وليد عبد مولاه	السابع والتسعون
حول صياغة إشكالية البطالة في الدول العربية	د. بلقاسم العباس	الثامن والتسعون
تمكين المرأة من أجل التنمية	د. رياض بن جليلي	التاسع والتسعون
الاطر الرقابية لاسواق الأسهم العربية	**د. إبراهيم اونور**	**المائة**
العدد المقبل		
نظام الحسابات القومية لعام 2008	**د. أحمد الكواز**	**المائة وواحد**

للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي:

http://www.arab-api.org/develop_1.htm

Arab Planning Institute - Kuwait

P.O.Box : 5834 Safat 13059 State of Kuwait
Tel : (965) 24843130 - 24844061 - 24848754
Fax : 24842935

المعهد العربي للتخطيط بالكويت

ص.ب : 5834 الصفاة 13059 - دولة الكويت
هاتف : 24848754 - 24844061 - 24843130 - (965)
فاكس : 24842935

E-mail : api@api.org.kw
web site : http //www.arab-api.org